

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 大崎 貞 和 CMA

2018年4月18日、東京の日本橋三井ホールで、「資産運用業界の新潮流—より信頼される運用会社を目指して—」をテーマとする第9回SAAJ国際セミナーが開催された。本号の特集では、当日行われた講演の内容を紹介する。

セミナーは全体で4セッションに分けられ、セッション1では二つの基調講演が行われた。

最初の基調講演は、コモンファンドCIOのマーク・アンソン氏による「プライベートエクイティ—投資機会と課題—」である。同氏がCIOを務めるコモンファンドは、1988年以來30年間にわたってベンチャーキャピタル（VC）とプライベートエクイティ（PE）への投資を行っている。その間の実績を踏まえながら、アンソン氏はVCやPEという流動性の低い分野への投資を通じて、運用会社をうまく選別すれば高い非流動性プレミアムを享受できると強調する。

とはいえ、現在ではPE運用会社が7,500社も存在するので、運用会社によるリターンのばらつきも大きく、投資先企業に単に資金を提供するのではなく経営上の付加価値を提供できることが重要となる。他方、投資資金が一部の大手運用会社に偏るといふ現象も生じている。

リーマンショックから10年を経て景気回復局

面は終盤に差しかかっていると考えられるが、そういった局面こそ優れたテクノロジー企業を発掘するVC、PE投資の好機だとアンソン氏は主張する。最近ではデジタルトークンを発行するICO（イニシャル・コイン・オファリング）や環境面での持続可能性を考慮した投資などの新たな投資機会も生まれつつあるとも指摘する。

続いて行われた基調講演は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）理事長の高橋則広氏による「日本の資産運用業界への期待」である。

高橋氏は、大規模な資金を有するユニバーサル・オーナーであり、かつ超長期の投資家であるというGPIFの性質から、資産運用業界に対しては、①テクノロジー、②ESG、③アラインメント（連携）という三つの期待を抱いているとする。

ここでいうテクノロジーとは、AIやクラウドコンピューティング、ビッグデータ活用の進展といったテクノロジーの進歩を資産運用の高度化につなげることを指す。新たな取組みを運用受託機関と共同で進めていきたいと高橋氏は語る。

一方、同氏がESGを重視するのは、GPIFが超長期の投資家である以上、世界の資本市場がサステナブルでなければならないと考えるからである。そのためにもESGの要素を取り入れたスチュ

ワードシップ活動の推進が必要だと訴える。また、運用受託機関とのアラインメント、すなわち利害の一致が重要だとし、資産運用業界に対して、GPIFとの継続的な対話を進めるよう呼びかける。

セッション2では、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーの取締役会会長である**ロバート・B・ゼーリック氏**が「世界経済情勢の見通し」と題して講演した。ゼーリック氏は、資産運用会社の経営者という立場での登壇だが、多くの読者には、世界銀行総裁あるいは米国通商代表といった要職にあった人物としてのイメージの方が強いかもしれない。

ゼーリック氏は、世界経済及び米国経済について、基本的には順調な成長が続いており、企業収益も堅調だという認識を示す。しかし、金融政策の正常化と保護主義の台頭という二つのリスクがあると指摘する。

前者は、各国中央銀行がほぼ同時に進める緩和策からの脱却が景気回復の芽を早めに摘んでしまうリスクである。その場合、政府債務が膨張し、社会的な脆弱性が高まっている国も多い中、マイナスを抑える緩衝材となる政策ツールも少ない。金融市場がリスクに対して慢心気味で、金利上昇局面を経験していないトレーダーが多いことなども懸念材料だと指摘する。

一方後者については、二国間の貿易赤字解消を重視する米国トランプ政権の通商政策に懸念を示す。セミナーの開催は4月だったが、この解題執筆中の8月時点では、残念ながらトランプ政権が対中国で強硬措置に出る可能性があるというゼーリック氏の懸念が現実のものとなってしまっている。

その中国経済についてゼーリック氏は、全体としては繁栄に向かっているとしつつも、習近平主

席への権力集中、国有企業改革や金融システム強化などの構造改革の遅れ、イノベーションやテクノロジー重視の姿勢が国内産業優遇につながりかねないこと、貿易戦争のリスク、安全保障面での国益重視などに懸念を示す。

最後に日本経済については、構造改革や規制緩和による労働生産性向上が重要だとし、そのために資産運用業界もコーポレートガバナンス改革の促進という形で寄与できるとする。また、少子高齢化が多くの課題をもたらしているのは事実だが、それは世界各国がいずれ直面する問題であり、日本が先陣を切って課題解決の糸口を見つけ、世界の模範となることへの期待を示す。

セッション3では、農業者年金基金理事長の**西恵正氏**が「市場環境の変質と資産運用業の在り方」と題して講演した。同氏は、セミナー開催の直前までアセットマネジメントOne(株)の取締役社長を務めており、講演の内容は、現職のアセットオーナーとしての視点というよりも、むしろ資産運用会社の観点に立つものであった。

西氏は、当面の経済・投資環境の見通しに触れた後、資産運用における新しい潮流として伝統的なアルファ、ベータの考え方に大きな変化が生じていると指摘する。

すなわち、リスクパリティなどのマルチアセット運用、リスクプレミア戦略、AIによる投資判断、ESGなどの新たな観点からの投資戦略が従来の考え方を変えているというのである。

とりわけESGについては、投資行動に関する価値観の変化とも言うべきものであり、市場原理がうまくワークしないことへの反省として定着していくと西氏は主張する。そして資産運用会社は、ESGの観点から企業との対話を進めるべきだとする。

また、高齢化が進む中で、資産運用商品に対するニーズが変化しており、それに対応しながらマルチアセットのリスクパリティ、リスクプレミア戦略とAI活用、ESGへの対応なども織り込んだ商品を実現することが資産運用会社としての生き残りの条件となると主張する。

セッション4では、GICジャパン(株)のケン・チャン・チェン・ウェイ氏、HCアセットマネジメント(株)の森本紀行氏、みさき投資(株)の中神康議氏の3人のパネリストによる「日本の運用会社はこれからどうすべきか」と題するパネルディスカッションが、タワーズワトソン(株)社長の大海太郎氏の司会の下で行われた。

編集上の事情から、ディスカッションの詳細を掲載することができないため、以下、当日の議論の概要を簡潔に紹介する。

ディスカッションは、①現在の日本の資産運用業界をどう捉えているか、②投資対象として日本市場はどれだけ魅力的か、③日本のアセットオーナーの特徴、④日本の資産運用業界を発展させていくにはどうしたらよいか、という四つの問いかけに対して各パネリストが意見を述べるという形で進められた。

第一の資産運用業界の現状をめぐっては、プライベートエクイティ運用が海外に比べて活発ではない、企業経営の現実に根ざしたエンゲージメントが必要、資産運用が産業や企業を支えるプライマリー機能をもっと発揮すべき、といった指摘がなされた。

第二の日本市場の魅力については、これまでの日本株市場のパフォーマンスは低迷したがポテン

シャルは非常に大きい、株式以外の不動産なども含め魅力的といった意見が出される一方、日本企業の一層の成長のためには終身雇用の見直しや子会社の整理などが求められるといった指摘もなされた。

第三の日本のアセットオーナーについては、年金資金がGPIFをはじめとする一部の大型基金に集中しているために影響力を発揮できていないという認識を踏まえつつ、人材がプロフェッションとして確立していない、報酬の引上げも必要、インベストチェーン全体の共通言語や共通の知識などが欠けているといった指摘がなされた。

最後の業界の発展方策をめぐっては、ファンドマネジャーを憧れの職業にしていくことが必要、新規参入の促進やそれを可能にするミドル、バック業務、コンプライアンス業務などの社会インフラ整備が必要といった意見が出された。また、現状は厳しいとの見方を示しながらも、金融庁が進めるフィデューシャリー・デューティー強化を軸とする資本市場改革への期待も語られた。

ここ数年のSAAJ国際セミナーでは、資産運用の手法や理論よりもビジネスとしての資産運用会社の在り方、経営戦略といったトピックを取り上げる講演やパネルディスカッションが多くなっている。今年のセミナーの講演、ディスカッションも、世界経済を論じたゼーリック氏の講演を除けば、いずれも資産運用会社の在り方に関して期待を述べたり、課題を投げかけたりするものであった。こうした識者のメッセージは、資産運用の現場にいる多くの読者には、どう受け止められるのだろうか。